2021 年 02 月 06 日

宏观研究团队

10Y 美债破 2%风险之再论

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

作为全球资产定价的锚，10Y 美债利率的走势影响重大。在率先提示 10Y 美债利率上行通道已打开后，本篇报告基于通胀演绎路径，重申 10Y 美债破 2%风险。

● **以史为鉴，历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%**

历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。经验显示，历轮美债熊市的开启，均早于货币政策的转向，与美国经济景气改善及通胀抬升等密切相关。其中，10Y 美债利率和美国 CPI 的节奏走势相近；历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。

2020 年 6 月以来，美国经济复苏的结构差异，导致通胀反弹力度偏弱。美国 CPI 中，服务项权重高、影响大，商品项权重低、影响小。2020 年 6 月以来，虽然与“宅经济”相关的商品消费快速修复、价格同比涨至 3%以上，但由于服务消费受疫情反弹压制、修复缓慢，服务项价格同比持续负增，拖累 CPI 同比远低 2%。

● **伴随疫苗推广、疫情改善，美国经济修复不断加快，通胀压力加速累积**

伴随防控措施实施及疫苗大规模推广，美国疫情持续改善，经济修复不断加快。拜登实施强制佩戴口罩令后，美国疫情开始持续改善。同时，随着疫苗供应充足及接种速度持续提升，美国年中前后接近全民免疫目标的问题不大。最新数据显示，疫情改善下，美国工业生产修复加快，餐饮消费及服务业 PMI 等止跌反弹。

经济修复加快及油价等的上涨，可能使美国 CPI 同比 2 季度前后开始升至 2%以上、悲观情景下甚至 4%以上。美国经济、尤其是服务消费修复加快，将带动 CPI 服务项价格加速上涨。同时，由于美国是最大原油消费国，叠加 OPEC+控制增产节奏，油价或将进入快速上涨通道。综合来看，美国通胀压力趋大幅抬升。

● **通胀压力推动下，10Y 美债破 2%风险较大，主要资产市场估值承压**

通胀压力大幅抬升下，10Y 美债利率破 2%的风险较大。由于 10Y 美债利率和通胀走势相近，随着美国 CPI 同比升至 2%以上、悲观情景下甚至 4%以上，10Y 美债利率破 2%风险较大。10Y 利率的走势节奏，容易受美联储政策倾向变化影响。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债破 2%速度可能越快。

作为全球资产定价的锚，10Y 美债利率的上行，将使高估值资产的估值承压。前期低利率环境下，美股等资产的估值大幅提升、带动资产价格大涨。最新数据来看，美股估值已高达 38.4 倍，处于历史 100%分位数附近。随着 10Y 美债利率上行通道打开，美股等高估值资产的估值或将开始承压，资产价格波动趋于加大。

● **风险提示：**因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：10Y 美债破 2%风险之再论 4
1.1、历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2% 4
1.2、伴随防控措施实施、疫苗接种加快，美国经济、尤其是服务业修复开始加速 7
1.3、经济修复加速带动下，美国通胀压力趋大幅抬升，10Y 美债破 2%风险较大 9
2、 大类资产回溯：全球主要股指普遍上涨 12
3、 重点关注：美国 1 月 CPI 数据 14
4、 数据跟踪：美国 1 月非制造业 PMI 继续上升 14
4.1、 美国数据 14
4.1.1、 美国 1 月制造业 PMI 小幅回落，非制造业 PMI 继续上升 14
4.1.2、 美国 1 月新增新增非农就业人口、失业率有所改善，周薪同比增速上升 15
4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外减少，当周初请失业金人数继续回落 16
5、 风险提示 16

图表目录

图 1: 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上 4
图 2: 2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩 4
图 3: 2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩 4
图 4: 2020 年 6 月起，美国 CPI 同比开始反弹 5
图 5: 美国食品饮料、家具等商品价格上涨速度较快 5
图 6: 美国交通运输、娱乐等服务价格反弹速度较慢 5
图 7: 交通运输项价格反弹慢，拖累了 CPI 上涨速度 5
图 8: 财政刺激政策支持下，美国居民收入出现大幅提升 6
图 9: 美国餐饮消费的变化，与疫情发展形势负相关 6
图 10: 疫情出现后，美国交通运输类服务修复缓慢 6
图 11: 疫情出现后，美国餐饮酒店类服务修复缓慢 6
图 12: 美国商品消费修复速度远超服务消费 6
图 13: 美国商品消费修复速度领先投资、出口等 6
图 14: 疫情出现后，美国食品饮料消费大幅增长 7
图 15: 家具、电子音像设备等消费自低点快速反弹 7
图 16: 美国大部分州响应拜登号召、实施强制口罩令 8
图 17: 拜登上任以来，美国新增确诊病例加速下滑 8
图 18: 截至 2 月 2 日，美国每日疫苗接种量领跑全球 8
图 19: 拜登上任后，美国疫苗发放、接种速度持续提升 8
图 20: 美国疫苗发放、接种量已分别达 5594、3388 万剂 8
图 21: 美国有望在年中前后、甚至更早实现群体免疫 8
图 22: 伴随疫情改善，美国工业生产的修复开始加速 9
图 23: 伴随疫情改善，美国批发零售商补库开始加快 9
图 24: 1 月中旬以来，美国餐饮消费结束前期下跌态势 9
图 25: 美国 12 月服务业 PMI 已较上月反弹 9
图 26: 美国服务消费修复加快，将带动油价上涨 10
图 27: 美国 CPI 同比可能在 2 季度前后升破 2% 10

图 28：就业恢复进程，会影响美联储调整政策时点 10
图 29：美国目前与线下活动相关性高的行业就业恢复慢 10
图 30：2013 年，因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期，10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp 11
图 31：历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大 11
图 32：当周，美元、英镑上涨，欧元、日元下跌 12
图 33：当周，美元走势强于欧元 12
图 34：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数上行 13
图 35：当周，10Y 美债收益率继续上行 13
图 36：当周，全球主要股指普遍上涨 13
图 37：当周，纳斯达克、恒指双双上涨 13
图 38：当周，WTI、Brent 原油价格大涨 13
图 39：当周，COMEX 黄金价格下跌 13
图 40：美国 1 月制造业 PMI 小幅回落 14
图 41：制造业 PMI 中，新订单、产出指数显著回落 14
图 42：美国 1 月非制造业 PMI 继续上升 14
图 43：非制造业 PMI 中，就业、新订单指数表现亮眼 14
图 44：美国 1 月新增非农就业人口、失业率有所改善 15
图 45：休闲和酒店业就业人数降幅明显收窄 15
图 46：美国 1 月时薪增速基本持平，周薪增速继续回升 15
图 47：平均每周工时上升，平均每周加班工时持平 15
图 48：美国当周 EIA 原油库存意外减少 16
图 49：美国当周初请失业金人数继续回落 16

表 1：上任 10 天内，拜登已颁布至少 15 条与防疫相关的行政命令 7
表 2：海外重点数据发布日期情况 14

1、 周度专题：10Y 美债破 2%风险之再论

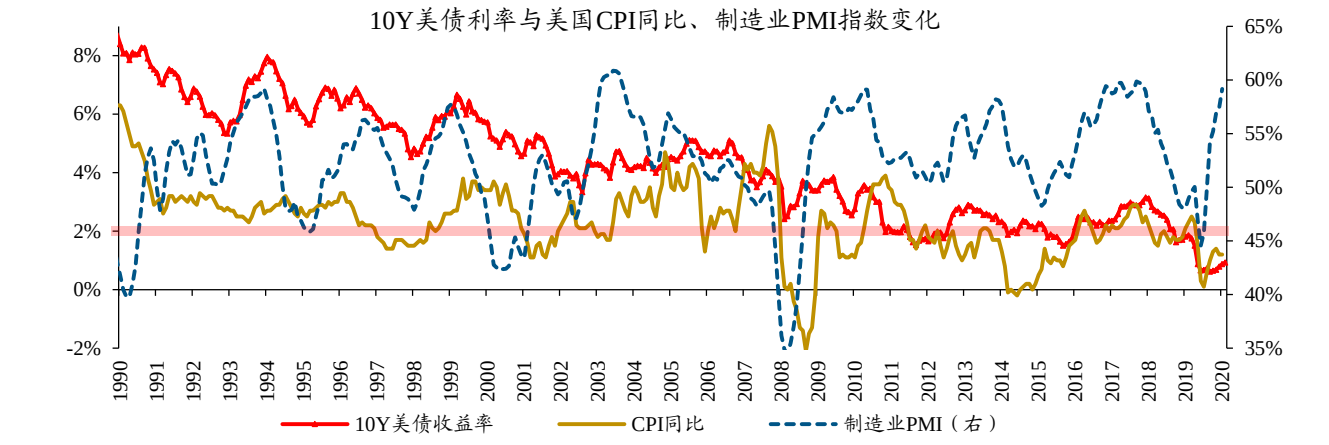
事件：1 月以来，10Y 美债利率快速上行，导致高估值资产波动持续加大。根据世界银行等多家权威机构的调查，市场对 10Y 美债利率走势的分歧较大。

资料来源：World Bank、Wind

1.1、历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%

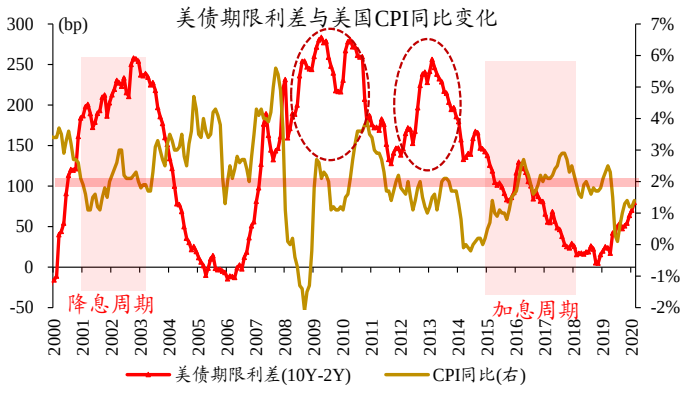
以史为鉴，历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，历轮美债熊市的开启，均早于货币政策的转向，与美国经济景气改善及通胀抬升等密切相关。其中，10Y 美债利率和美国 CPI 的节奏走势相近。其中，2008 年前，美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4%以上。2008 年后，虽然利率中枢有所下移，但在经济向好及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率依然上行至 2%以上。**（更详细分析，请参考我们已发布报告《10Y 美债利率会否破 2%》）**

图1：美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上



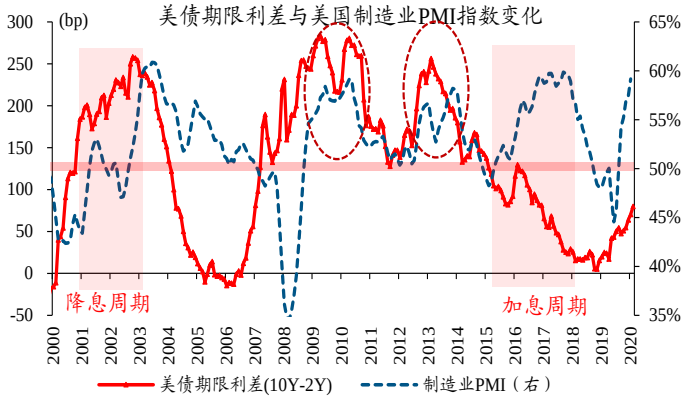
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

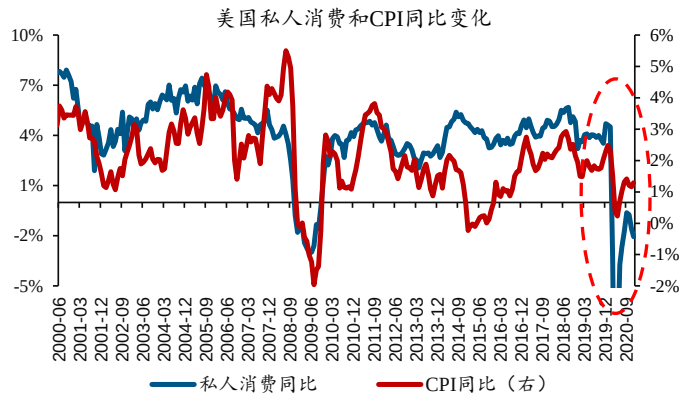
图3：2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

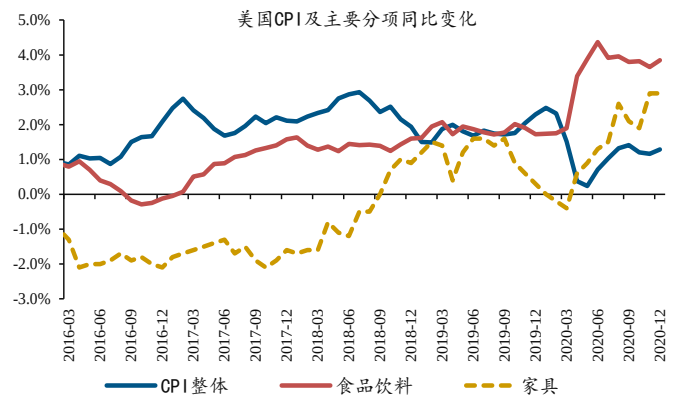
2020 年 6 月以来，受服务项价格上涨速度较慢拖累，美国 CPI 同比反弹力度较弱。美国 CPI 同比在 2020 年 5 月降至低点 0.2%，随后自 6 月起开始反弹。虽然美国 CPI 同比在 2020 年 12 月升至 1.3%，但较疫情前依然差距较大。从美国 CPI 的结构来看，服务项的权重高、影响大，商品项的权重低、影响小。2020 年 6 月以来，虽然食品饮料、家具等商品项价格大幅上涨，但交通运输、娱乐等服务项价格上涨速度较慢，持续拖累整体 CPI 的表现。尤其是对美国 CPI 走势影响最大的交通运输项（占比较高、波动最大），价格同比一直处于负增长状态，12 月依然只达到-2.6%。

图4：2020 年 6 月起，美国 CPI 同比开始反弹



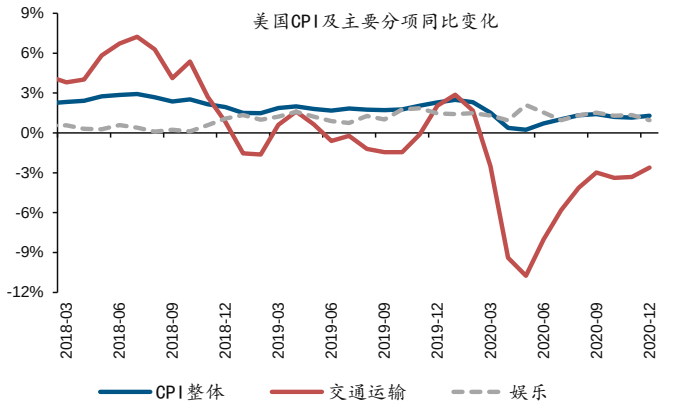
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美国食品饮料、家具等商品价格上涨速度较快



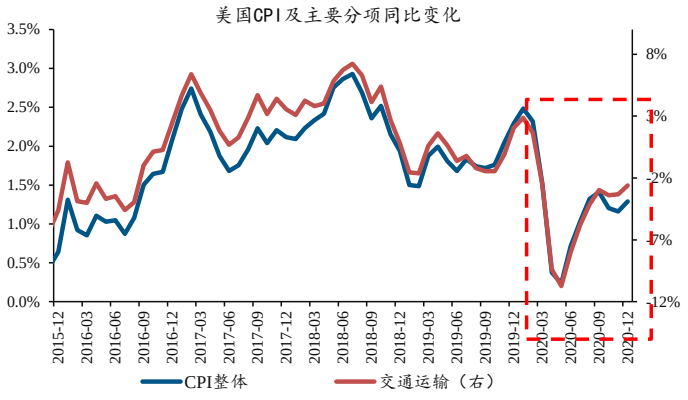
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国交通运输、娱乐等服务价格反弹速度较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

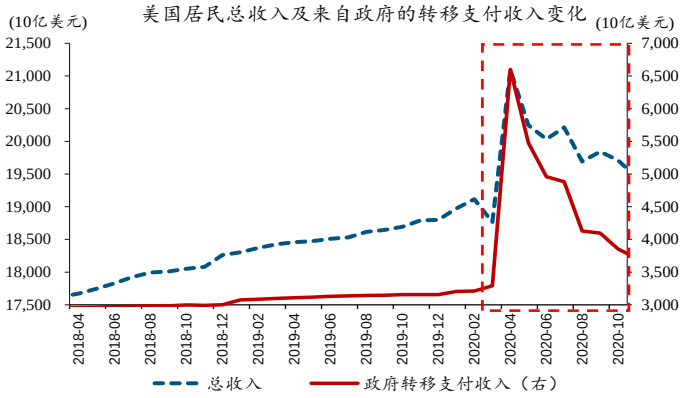
图7：交通运输项价格反弹慢，拖累了 CPI 上涨速度



数据来源：Wind、开源证券研究所

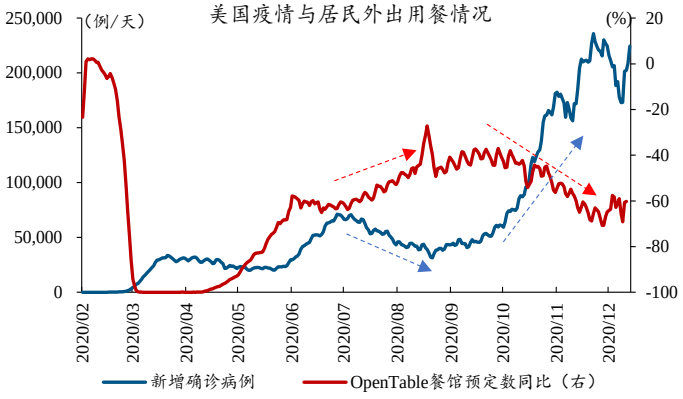
美国 CPI 服务项价格上涨速度慢，与疫情反复下、各类线下服务活动持续受到压制有关。美国 CPI 服务项价格上涨较慢背后，是对应的服务消费修复缓慢。2020 年 6 月以来，无论是交通运输，还是娱乐、餐饮酒店等服务消费的增速均一直为负，并且修复进程远慢于美国私人整体消费。居民收入端不是制约美国服务消费修复的核心因素，前者在财政刺激政策支撑下、较疫情前大幅提升。由于大部分服务消费均以线下活动为主，疫情的反复持续压制了服务消费的修复。例如，美国餐饮消费的变化与疫情发展形势高度负相关。

图8：财政刺激政策支持下，美国居民收入出现大幅提升



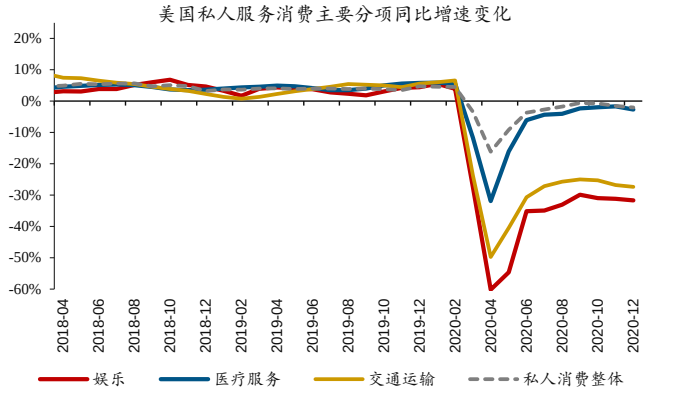
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国餐饮消费的变化，与疫情发展形势负相关



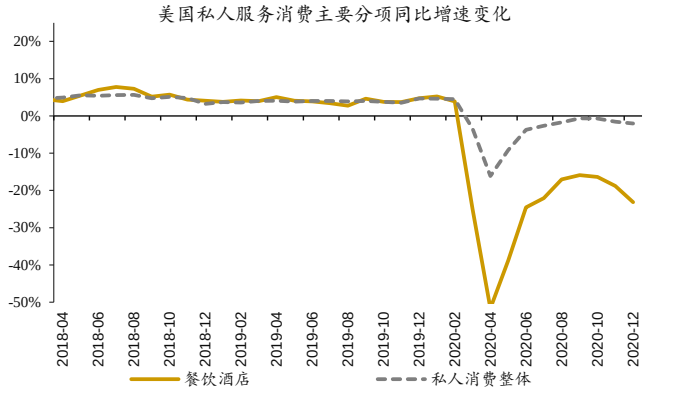
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：疫情出现后，美国交通运输类服务修复缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

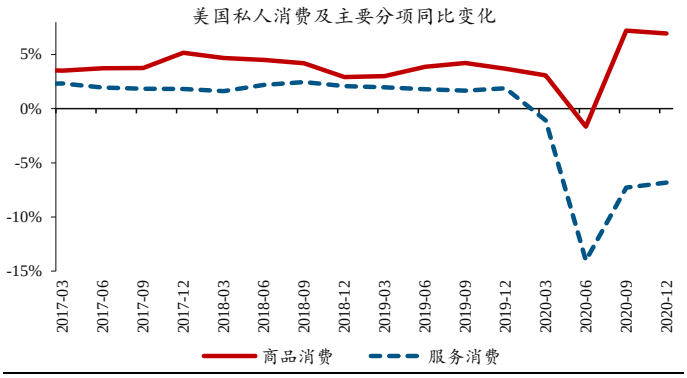
图11：疫情出现后，美国餐饮酒店类服务修复缓慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

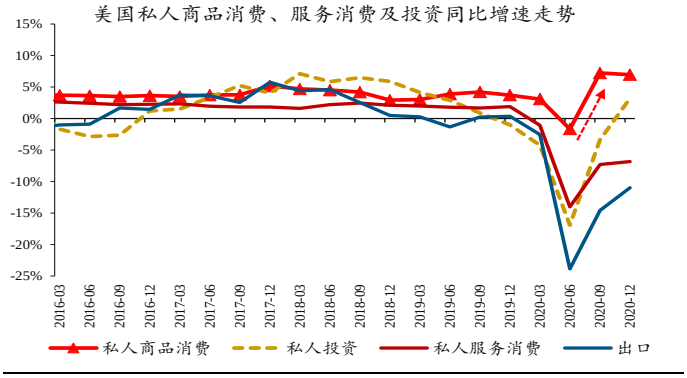
不同于服务消费，美国食品饮料、家具等“宅经济”相关商品消费，持续受到疫情反弹提振，快速修复、增速率先转正。与服务消费的疲软表现不同，美国商品消费增速在 2020 年 6 月便已率先转正，并在 2020 年 9 月升至 8.4%、刷新近 10 年新高。商品消费的快速增长，与疫情反复、持续提振“宅经济”相关消费紧密相关。数据来看，疫情出现后，食品饮料类消费大幅增长、且增速一直位于 10%以上的高位；同时，家具、杂项制品及各类娱乐产品的消费自低点快速反弹，修复速度远超私人整体消费。

图12：美国商品消费修复速度远超服务消费



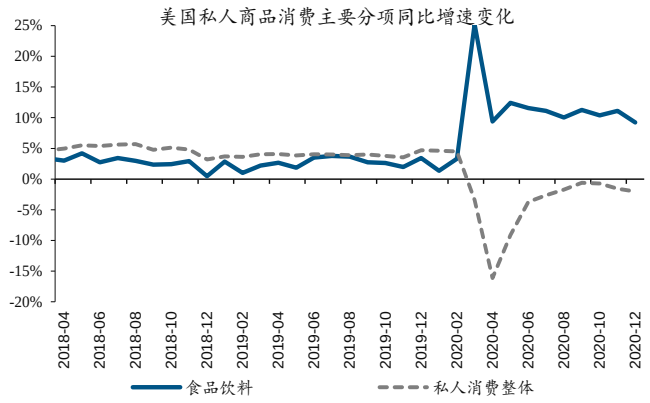
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美国商品消费修复速度领先投资、出口等



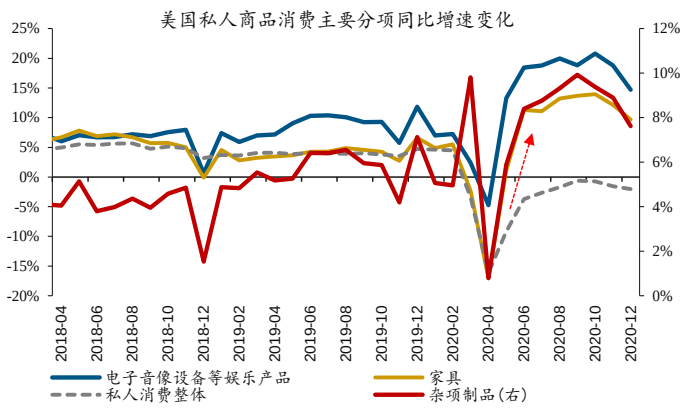
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：疫情出现后，美国食品饮料消费大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：家具、电子音像设备等消费自低点快速反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、伴随防控措施实施、疫苗接种加快，美国经济、尤其是服务业修复开始加速

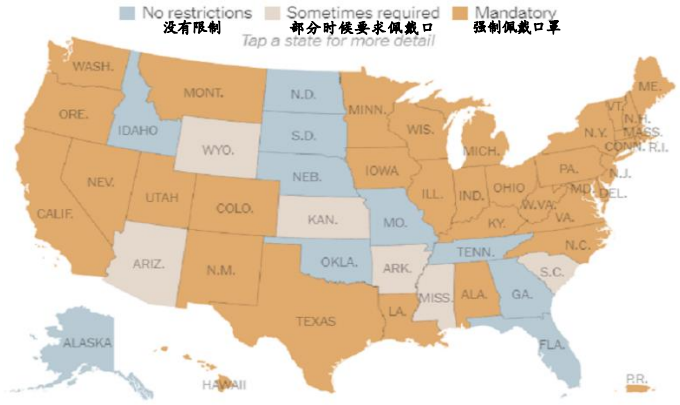
拜登上任后，颁布、实施强制佩戴口罩令，使美国疫情形势开始加速改善。与前任总统特朗普完全不同，拜登就任总统后，将“抗疫”作为政府的首要工作。为了抑制疫情扩散，拜登于 1 月 21 日颁布“强制佩戴口罩令”，要求所有美国居民在联邦政府管辖区域内佩戴口罩。纽约、加利福尼亚、德克萨斯等美国大部分州随后纷纷响应拜登号召，在州内全面实施强制佩戴口罩令。从美国疫情发展形势来看，强制佩戴口罩令的效果“立竿见影”。1 月 20 日以来，美国当周新增确诊病例均值从 20 万例/天快速回落至 15 万例/天以下。

表1：上任 10 天内，拜登已颁布至少 15 条与防疫相关的行政命令

日期	行政命令
1/20	**上任 100 天内，强制要求居民在联邦政府管辖区域内佩戴口罩，并保持物理距离**
	重新加入 WHO，指定安东尼·富奇博士为世界卫生组织代表团团长
	设立 Covid-19 协调员（直接向拜登负责）一职，负责管理生产、分销疫苗及医疗设备的工作
1/21	加快疫苗、注射器、口罩等医疗用品的制造及交付速度
	指示联邦紧急事务管理局将报销范围扩大到各州，以覆盖国民警卫队与紧急物资的成本
	建立流行病检测局，扩大美国冠状病毒检测能力
	建立临床前计划，以促进大流行病治疗方法的发展
	增强国家对冠状病毒数据的收集，生产，共享和分析
	指示联邦紧急事务管理局创建联邦政府支持的社区疫苗接种中心
	指导教育部和卫生部为托儿所和大学等提供指导，确保安全地重新开放和运营学校
	呼吁美国职业安全与健康管理局发布有关 Covid-19 的明确指南，并强制执行工人健康与安全要求
	在火车、飞机、船、公交车上，需要戴口罩；国际旅客入境前需提供 Covid-19 阴性测试的证明
	成立 Covid-19 健康公平工作组，以帮助确保公平的大流行应对和康复
	恢复美国的领导地位，支持国际大流行应对工作，增强抵御未来威胁的能力，并促进全球卫生安全
1/25	恢复对申根区、英国、爱尔兰、南非的入境限制

资料来源：White House、开源证券研究所

图16：美国大部分州响应拜登号召、实施强制口罩令



资料来源：NY Times

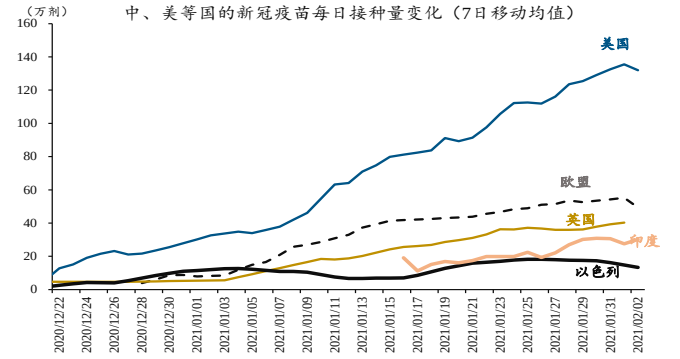
图17：拜登上任以来，美国新增确诊病例加速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

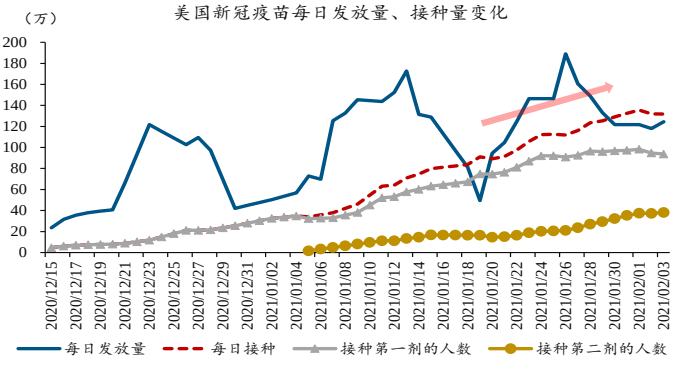
伴随疫苗接种开启、且接种节奏不断加快，美国控制住疫情的时点有望进一步提前。除了实施口罩令外，拜登上任后，通过雇佣更多公共卫生者、增加疫苗接种站及加快疫苗运输分配工作等，全力推进疫苗接种。最新数据显示，截至 2 月 3 日，美国新冠疫苗总发放量、接种量分别达到 5594、3388 万剂。美国疫苗每日接种量，也从 2020 年 12 月底的 30 万例/天左右升至 130 万剂/天以上，并且仍在加速提升。结合美国政府强大的动员能力，以及最新疫苗产能情况来看，美国有望在年中前后、甚至更早实现群体免疫目标。

图18：截至 2 月 2 日，美国每日疫苗接种量领跑全球



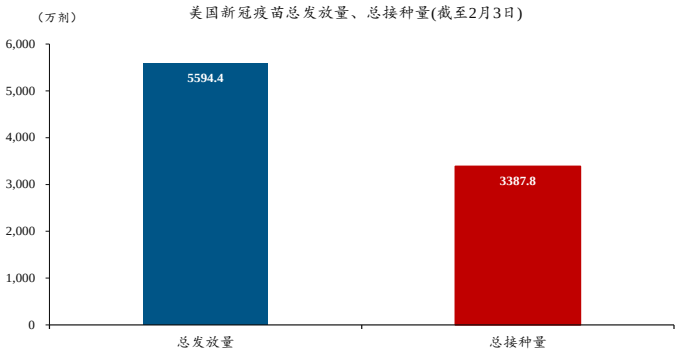
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图19：拜登上任后，美国疫苗发放、接种速度持续提升



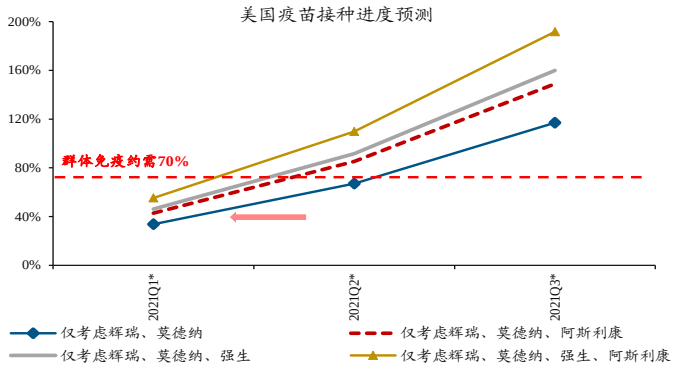
数据来源：US CDC、开源证券研究所

图20：美国疫苗发放、接种量已分别达 5594、3388 万剂



数据来源：Wind、开源证券研究所

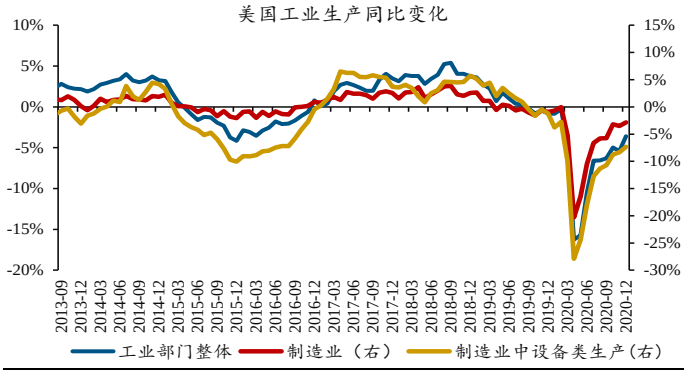
图21：美国有望在年中前后、甚至更早实现群体免疫



数据来源：主要疫苗厂商、开源证券研究所

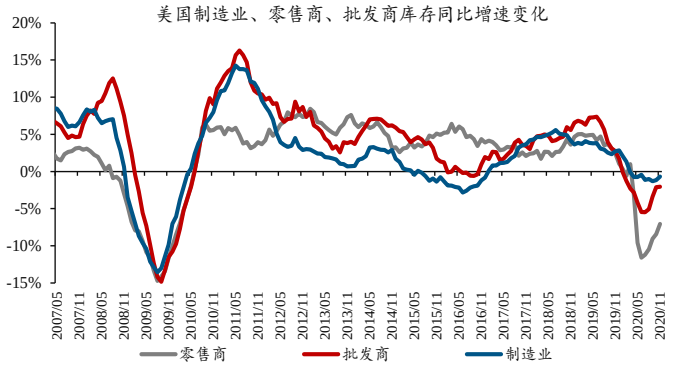
疫情形势改善，及财政刺激政策的持续支持下，美国经济、尤其是服务消费修复开始加快。最新数据显示，随着疫情有所改善，叠加财政刺激政策持续支持，美国工业生产的修复开始加速，零售商及批发商等库存回补节奏持续加快。具体到服务业上，前期受疫情反弹压制的餐饮消费等已结束下滑态势，服务业 PMI 指数也止跌反弹。

图22：伴随疫情改善，美国工业生产的修复开始加速



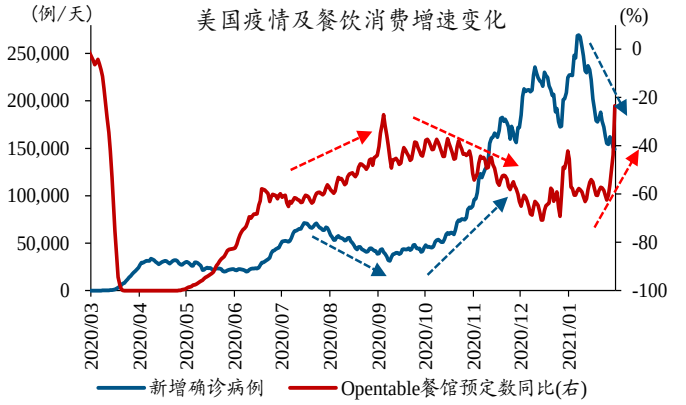
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：伴随疫情改善，美国批发零售商补库开始加快



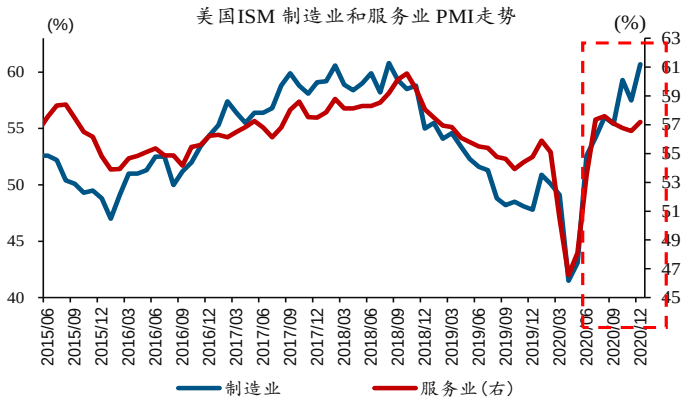
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：1 月中旬以来，美国餐饮消费结束前期下跌态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：美国 12 月服务业 PMI 已较上月反弹

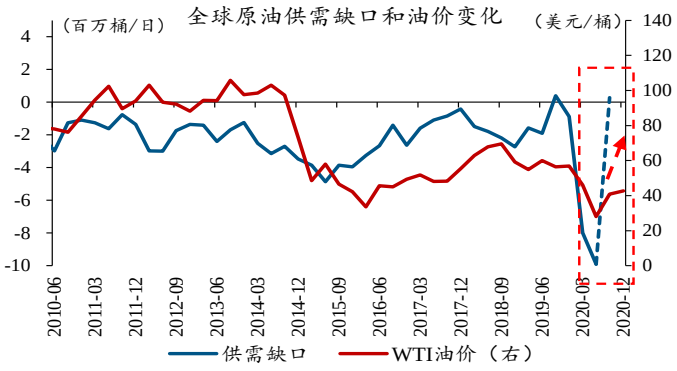


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、经济修复加速带动下，美国通胀压力趋大幅抬升，10Y 美债破 2%风险较大

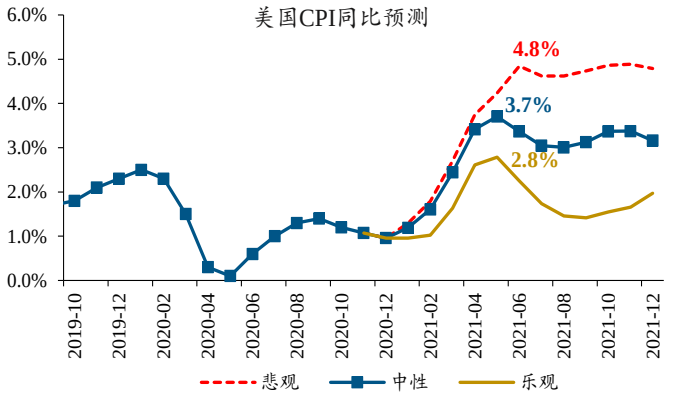
随着经济修复加快及油价等上涨，美国 CPI 同比可能在 2 季度前后升至 2%以上、悲观情景下甚至 4%以上。一方面，美国经济、尤其是服务消费修复的加快，将带动交通运输、娱乐等服务价格加快上涨，显著推升 CPI 的上涨压力。同时，由于美国是全球最大原油消费国、基本主导了油价走势的趋势方向，叠加 OPEC+控制增产节奏，油价或将进入快速上涨通道。综合新涨价因素及低基数的支持来看，美国 CPI 同比可能在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至升至 4%以上。

图26：美国服务消费修复加快，将带动油价上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

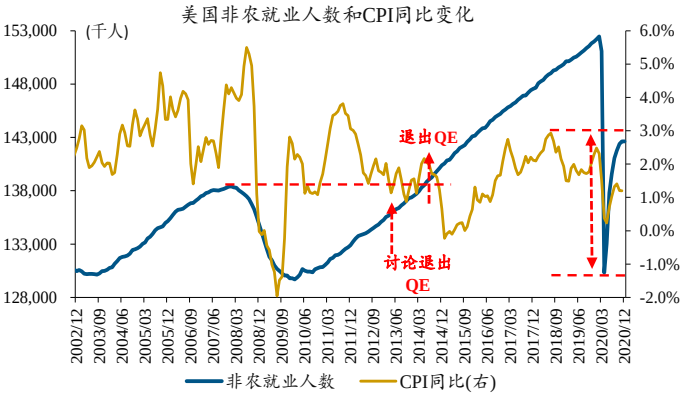
图27：美国 CPI 同比可能在 2 季度前后升破 2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

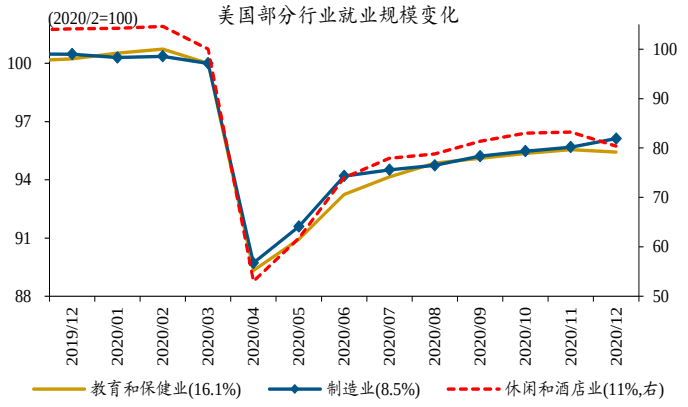
通胀压力大幅抬升及就业持续改善，可能使市场修正对美联储等主流央行的货币政策预期。虽然近期美联储多位官员表态“暂未讨论缩减资产购买规模”，但经验显示，美联储官员的表态基本上都是跟随经济数据“动态”变化，一旦物价出现超预期表现，及就业数据等持续改善，他们的表态往往会随之调整。考虑到美国通胀水平可能超过 2%，以及疫情改善将推动就业持续修复，市场未来或需修正对美联储等主流央行政策转向时点的预期。

图28：就业恢复进程，会影响美联储调整政策时点



数据来源：Wind、开源证券研究所

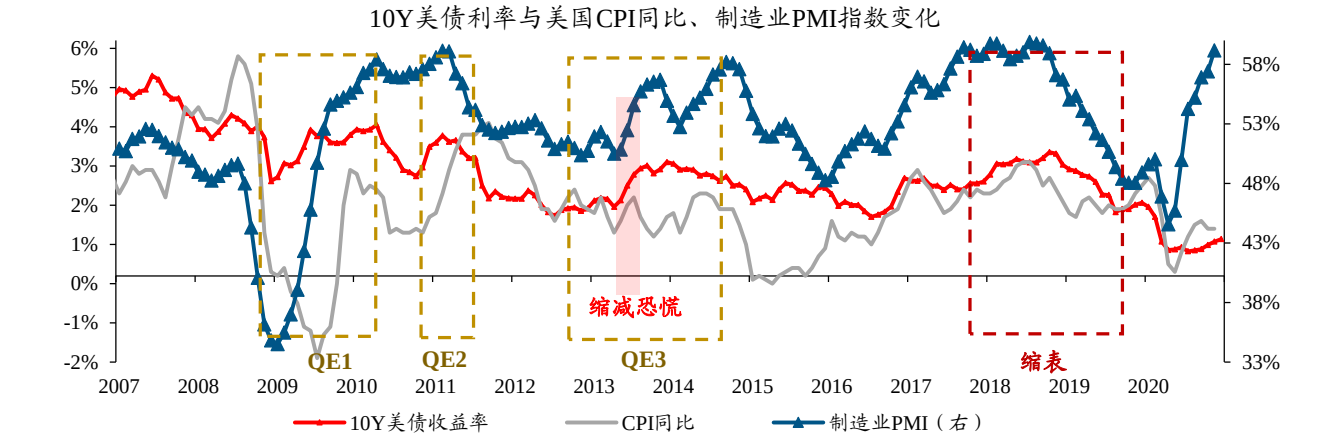
图29：美国目前与线下活动相关性高的行业就业恢复慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

综合历史经验及美国经济、通胀变化来看，10Y 美债利率未来破 2%的概率较大；美联储收紧货币政策的时点越早，10Y 美债利率破 2%的速度可能越快。伴随美国经济修复加快，以及 CPI 同比升至 2%以上，10Y 美债利率大概率将“升破”2%。同时，美联储政策转向越早，10Y 美债利率破 2%的速度可能更快。以史为鉴，2013 年 5 月至 7 月，受时任美联储主席伯南克提及“美联储可能将缩减资产购买规模”、大超市场预期影响，10Y 美债利率在 3 个月内由 1.7%快速上行 100bp 至 2.7%。

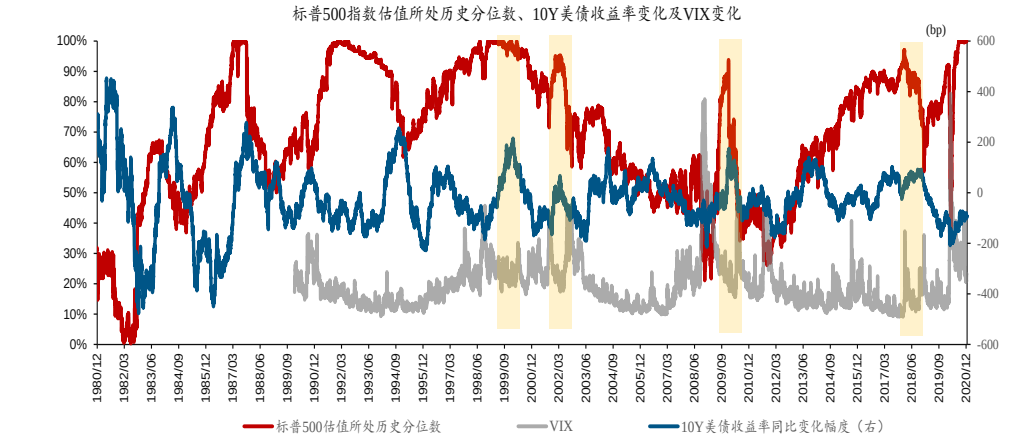
图30：2013 年，因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期，10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

作为全球资产定价的锚，10Y 美债利率的上行，将加大美股等高估值资产的波动。2020 年 4 月后，虽然美国经济受疫情拖累、恢复较慢，但在美联储释放大量流动性、美国利率水平大幅回落的支持下，以美股为首的风险资产的估值持续提升，带动资产价格大幅上涨。最新数据显示，美股等资产的估值已刷新历史新高。结合历史经验来看，随着 10Y 美债利率上行通道打开，美股等高估值风险资产估值或将开始承压，价格波动趋于加大。**（更详细分析，请参考我们已发布报告《通胀归来》）**

图31：历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）1990 年至今，美债已历经多轮熊市。经验显示，历轮美债熊市的开启，均早于货币政策的转向，与美国经济景气改善及通胀抬升等密切相关。其中，10Y 美债利率和美国 CPI 的节奏走势相近；历次美国 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。

（2）美国 CPI 中，服务项权重高、影响大，商品项权重低、影响小。2020 年 6 月以来，虽然与“宅经济”相关的商品消费快速修复、价格同比涨至 3%以上，但由于服务消费受疫情反弹压制、修复缓慢，服务项价格同比持续负增，拖累 CPI 同比远低 2%。

（3）拜登实施强制佩戴口罩令后，美国疫情开始持续改善。同时，随着疫苗供应充足及接种速度持续提升，美国年中前后接近全民免疫目标的问题不大。最新数据显示，疫情改善下，美国工业生产修复加快，餐饮消费及服务业 PMI 等止跌反弹。

（4）美国经济、尤其是服务消费修复加快，将带动 CPI 服务项价格加速上涨。同时，由于美国是最大原油消费国，叠加 OPEC+控制增产节奏，油价或将进入快速上涨通道。综合来看，经济修复加快及油价等的上涨，可能使美国 CPI 同比 2 季度前后开始升至 2%以上、悲观情景下甚至 4%以上。

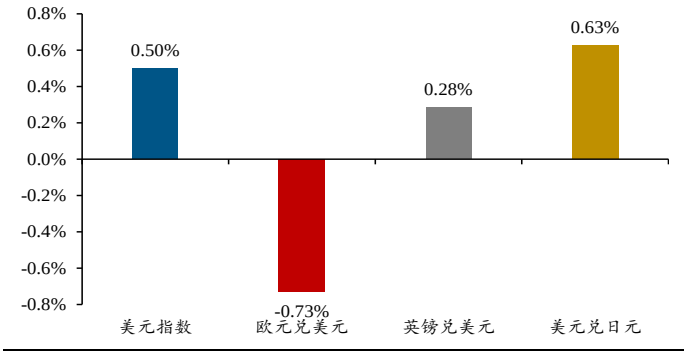
（5）由于 10Y 美债利率和通胀走势相近，随着美国 CPI 同比升至 2%以上、悲观情景下甚至 4%以上，10Y 美债利率破 2%风险较大。10Y 利率的走势节奏，容易受美联储政策倾向变化影响。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债破 2%速度可能越快。

（6）前期低利率环境下，美股等资产的估值大幅提升、带动资产价格大涨。最新数据来看，美股估值已高达 38.4 倍，处于历史 100%分位数附近。随着 10Y 美债利率上行通道打开，美股等高估值资产的估值或将开始承压，资产价格波动趋于加大。

2、 大类资产回溯：全球主要股指普遍上涨

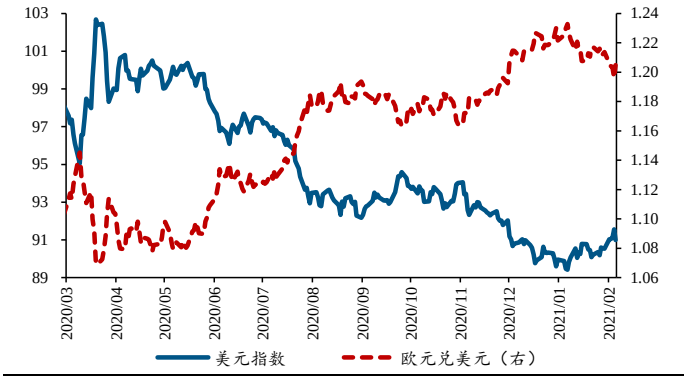
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），美元、英镑上涨，欧元、日元下跌。美元指数上涨 0.5%至 90.99。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 0.73%、上涨 0.28%至 1.205、1.374；日元汇率下跌，美元兑日元上涨 0.63%至 105.38。

图32：当周，美元、英镑上涨，欧元、日元下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

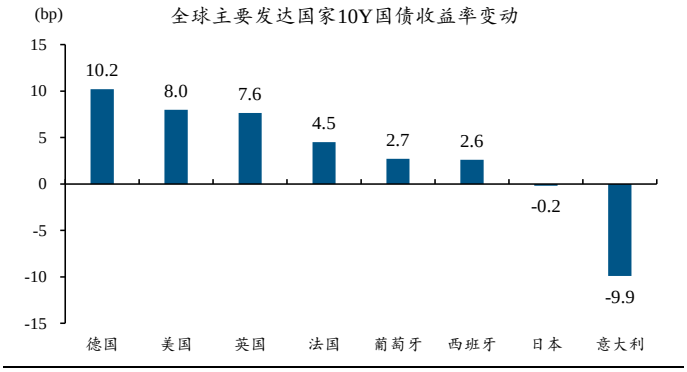
图33：当周，美元走势强于欧元



数据来源：Wind、开源证券研究所

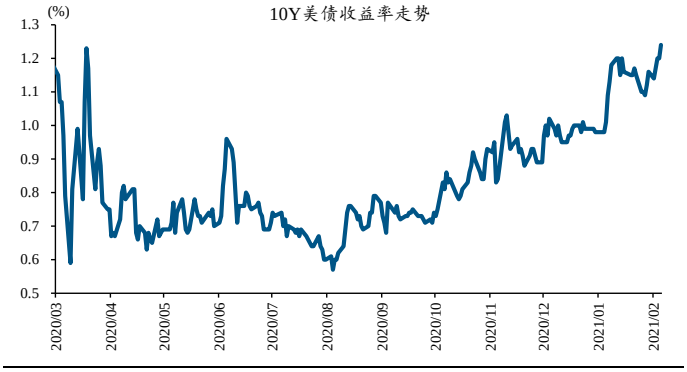
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），长端国债收益率多数上行。10Y 美债收益率上行 8bp 至 1.19%。其他债市方面，10Y 德、英、法债收益率分别上行 10.2bp、7.6bp、4.5bp 至-0.44%、0.5%、-0.22%。

图34：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

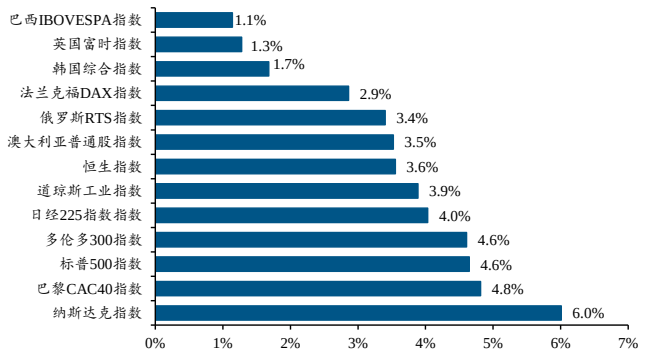
图35：当周，10Y 美债收益率继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

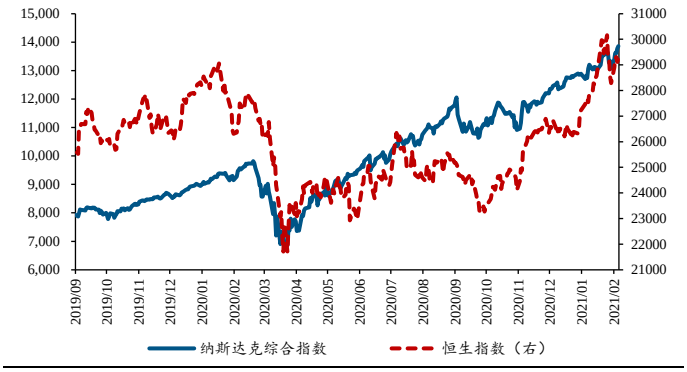
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），全球主要股指普遍上涨。美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 6%、4.6%、3.9%。亚洲股指方面，日经 225、恒指分别上涨 4%、3.6%。欧洲股指方面，法国 CAC40、德国 DAX 分别上涨 4.8%、2.9%。

图36：当周，全球主要股指普遍上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

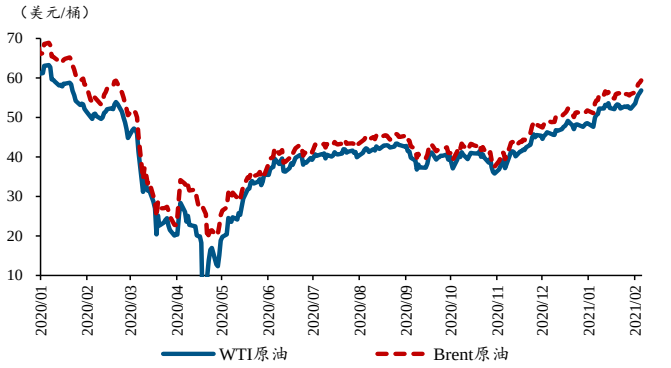
图37：当周，纳斯达克、恒指双双上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

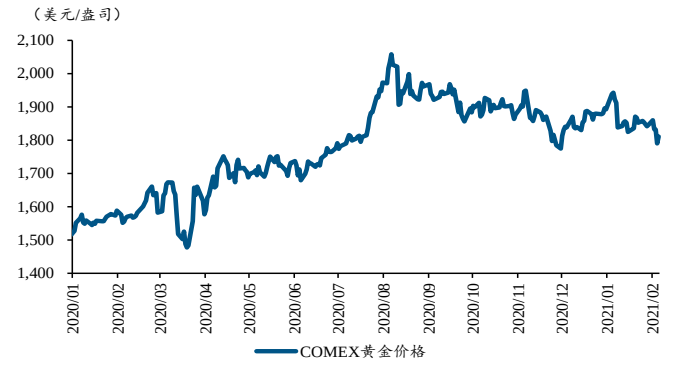
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），原油大涨，黄金下跌。原油方面，Brent 原油、WTI 原油分别上涨 8.91%、6.19%至 59.3 美元/桶、56.9 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金下跌 1.89%至 1811 美元/盎司。

图38：当周，WTI、Brent 原油价格大涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：当周，COMEX 黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 1 月 CPI 数据

表2：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	2/10	季调后 CPI 月率	1 月	0.4%	0.4%
		批发销售月率	12 月	--	0.2%
		当周 EIA 原油库存(万桶)	至 2 月 5 日	--	-99.4
	2/11	当周初请失业金人数(万人)	至 2 月 6 日	--	77.9
	2/12	密歇根大学消费者信心指数	2 月	80.5%	79%
欧元区	2/8	Sentix 投资者信心指数	2 月	--	1.3
	2/12	工业产出月率	12 月	0%	2.5%

资料来源：Wind、开源证券研究所

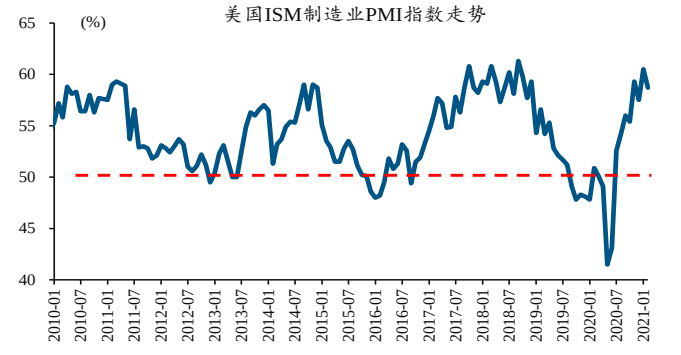
4、 数据跟踪：美国 1 月非制造业 PMI 继续上升

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 1 月制造业 PMI 小幅回落，非制造业 PMI 继续上升

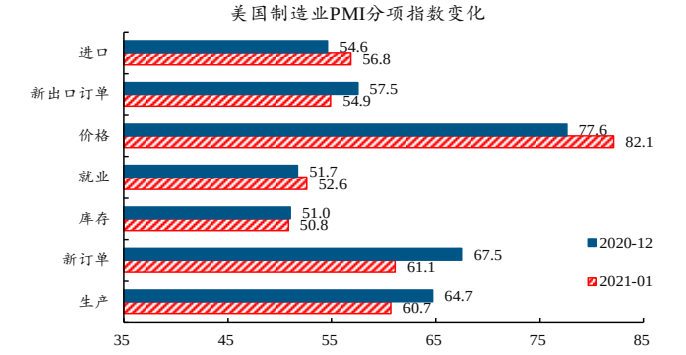
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），美国公布了 1 月 ISM · PMI 数据。其中，美国 1 月制造业 PMI 为 58.7%，低于预期 60%、前值 60.5%；主要分项中，新订单指数由 67.5%回落至 61.1%，生产指数由 64.7%回落至 60.7%。1 月非制造业 PMI 由 57.2%升至 58.7%，高于预期 56.8%；主要分项中，新订单指数由 58.6%升至 61.8%，就业指数录得 55.2%，高于前值 48.7%。

图40：美国 1 月制造业 PMI 小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

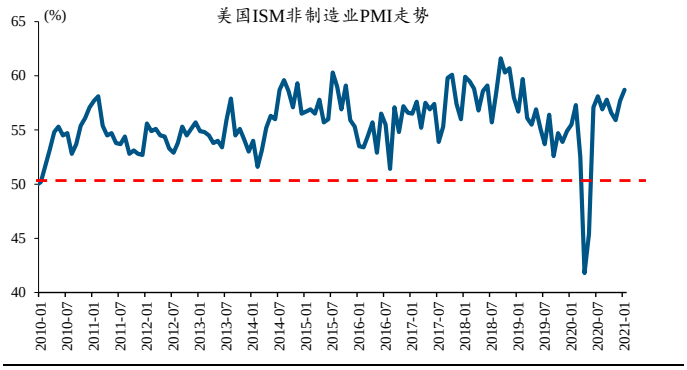
图41：制造业 PMI 中，新订单、产出指数显著回落



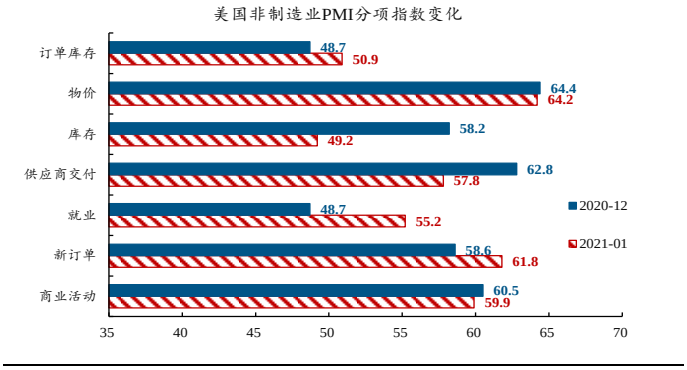
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：美国 1 月非制造业 PMI 继续上升

图43：非制造业 PMI 中，就业、新订单指数表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

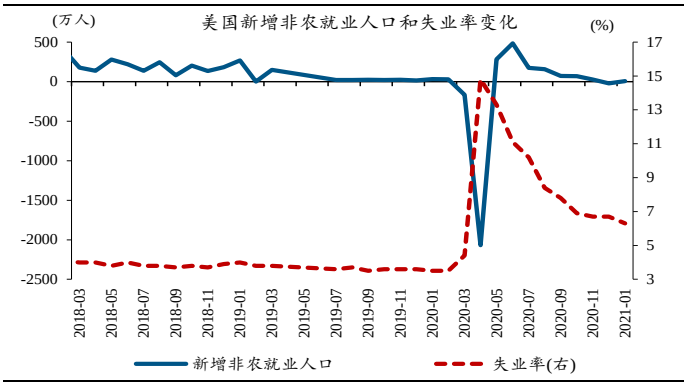


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 美国 1 月新增新增非农就业人口、失业率有所改善，周薪同比增速上升

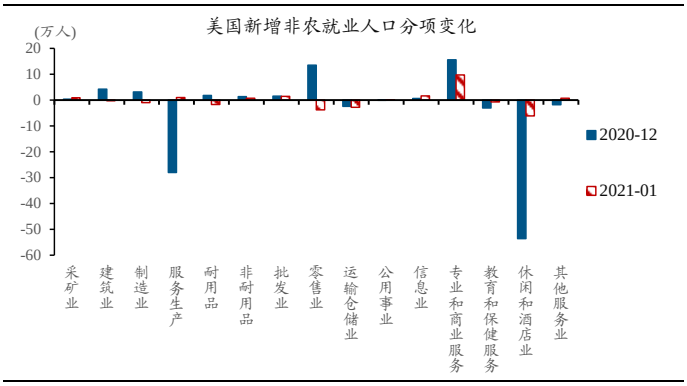
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），美国公布了 1 月非农就业数据。其中，美国 1 月新增非农就业人口 4.9 万人，预期为增加 5 万人，前值为减少 22.7 万人。主要分项中，休闲和酒店业就业人数降幅由 53.6 万人收窄至 6.1 万人，是非农就业人数改善的主要贡献项。薪资增速方面，1 月时薪同比增速录得 5.4%，基本持平前值；1 月周薪同比增速由 6.7%升至 7.5%。工作时长方面，1 月平均每周工时由 34.7 小时升至 35 小时，平均每周加班工时则持平至 3.2 小时。

图44：美国 1 月新增非农就业人口、失业率有所改善



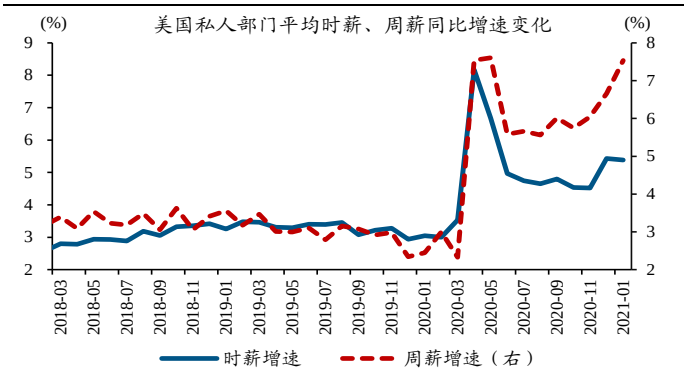
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：休闲和酒店业就业人数降幅明显收窄



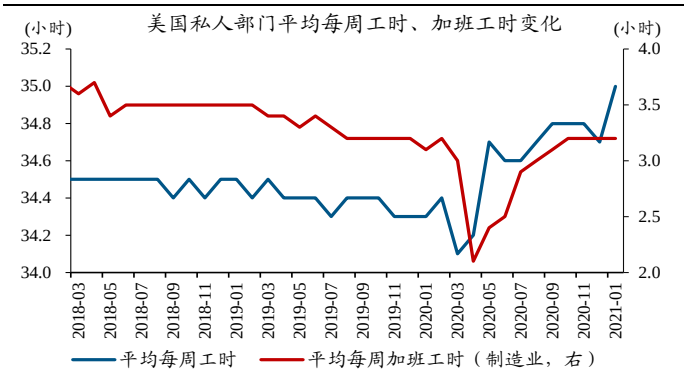
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美国 1 月时薪增速基本持平，周薪增速继续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：平均每周工时上升，平均每周加班工时持平

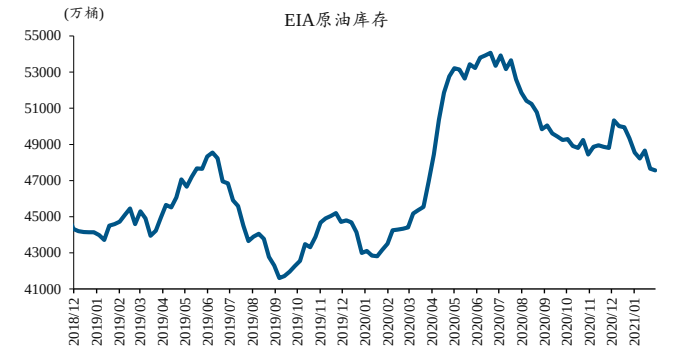


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外减少，当周初请失业金人数继续回落

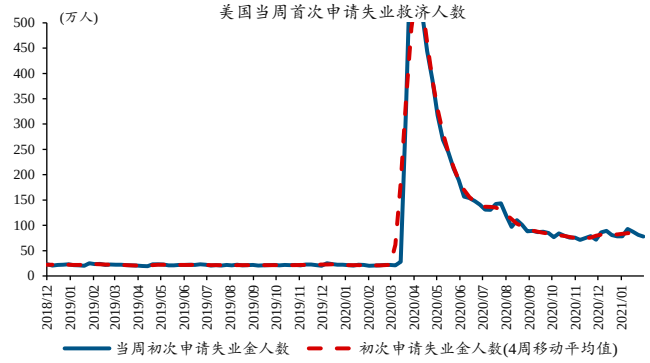
当周（2 月 1 日-2 月 5 日），美国公布了 1 月 29 日当周 EIA 原油库存数据、1 月 30 日当周初请失业金人数。其中，当周 EIA 原油库存减少 99.4 万桶，预期为增加 44.6 万桶，前值为减少 991 万桶。当周初请失业金人数为 77.9 万人，好于预期 83 万人、前值 81.2 万人。

图48：美国当周 EIA 原油库存意外减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：美国当周初请失业金人数继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn